

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Pasar Modal

2.1.1 Pengertian Pasar Modal

Pasar Modal merupakan kegiatan yang berhubungan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek.

Pasar Modal menyediakan berbagai alternatif investasi bagi para investor selain alternatif investasi lainnya seperti: menabung di Bank, membeli emas, asuransi, tanah dan bangunan, dan sebagainya.

Pasar Modal bertindak sebagai penghubung antara para investor dengan perusahaan ataupun institusi pemerintah melalui perdagangan instrumen keuangan jangka panjang seperti Obligasi, Saham dan lainnya. Para pemodal menggunakan instrumen pasar modal untuk keperluan investasi portofolionya sehingga nantinya akan memaksimalkan penghasilan dan emiten memperoleh tambahan dana yang dapat digunakan untuk meningkatkan aktivitas usahanya. Bursa Efek Indonesia (BEI) merupakan pasar modal utama Indonesia.

Pengertian pasar modal seperti yang tercantum dalam **Undang-Undang Nomor 8 tahun 1995** tentang Pasar Modal pasal 1 ayat 1 adalah:

“Pasar modal adalah kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek.”

Sedangkan bursa efek menurut **UU no.8 pasal 1 butir 4** tentang pasar modal adalah:

“Bursa efek adalah pihak yang menyelenggarakan dan menyediakan sistem dan atau sarana untuk mempertemukan penawaran jual dan beli efek, pihak-pihak lain dengan tujuan memperdagangkan efek diantara mereka.”

Berdasarkan definisi di atas maka dapat disimpulkan:

1. Pasar modal bisa berupa pasar dalam pengertian abstrak ataupun dalam pengertian konkret. Dalam pengertian abstrak maka perdagangan surat berharga tidak harus

terjadi pada suatu tempat tertentu. Sedangkan dalam pengertian konkret maka pasar modal adalah bursa efek.

2. Komoditi yang diperdagangkan adalah surat-surat berharga jangka panjang.
3. Bursa efek merupakan pasar yang sangat terorganisir karena terdapat serangkaian peraturan yang mengikat pihak-pihak yang terkait di dalamnya.

Menurut **Elton and Gruber (2003:14)**, pengertian pasar modal adalah sebagai berikut :

“Capital market securities include instruments with maturities greater than one year and those with no-designed maturity of all.”

Sedangkan menurut **Gitman dan Joehnk (2005:36)**, pengertian pasar modal adalah:

“Market in which long term securities with maturities greater than one year such as stocks, an bonds are bought and sold”

Dengan demikian maka jelaslah bahwa pasar modal merupakan pasar tempat terjadinya transaksi jual-beli efek, sedangkan bursa efek adalah lembaga yang menyelenggarakan atau menyediakan sistem guna terlaksananya transaksi yang terjadi di pasar modal.

2.1.2 Jenis Pasar Modal

Pada dasarnya terdapat dua jenis pasar sekuritas yaitu pasar perdana dan pasar sekunder. Berdasarkan Surat Keputusan Menteri Keuangan No.859/KMK/1987 pengertian pasar primer adalah :

“Pasar primer adalah pasar dimana penawaran efek emiten kepada pemodal selama masa tertentu sebelum efek ini dicatatkan di bursa efek.”

Menurut **Bodie, Alex Kane dan Alan J. Marcus** dalam buku *Essentials of Investments (2004;7)* pasar primer adalah :

“A market in which new issues of securities are offered to the public.”

Berdasarkan Surat Keputusan Bappepam No.01 / RM / 1989 pengertian pasar sekunder adalah :

“Pasar sekunder merupakan pasar dimana penawaran efek kepada publik dilakukan setelah melalui masa penawaran di pasar perdana dan telah dicatatkan pada bursa efek.”

Menurut **Bodie, Alex Kane dan Alan J. Marcus** dalam buku *Essentials of Investments* (2004;7) pasar sekunder adalah :

“already existing securities are bought and sold on the exchanges or in the OTC market.”

Pendapat di atas memberi pengertian bahwa yang dimaksud dengan pasar primer adalah pasar dimana aktifitas penawaran dan permintaan atas surat berharga perusahaan yang menawarkan sahamnya untuk pertama kali kepada investor baik atas nama perorangan atau lembaga. Penawaran umum saham perdana tersebut dijamin oleh perusahaan penjamin sekuritas (*underwriter*). Pada pasar perdana ini pihak-pihak yang menerbitkan saham atau dinamakan emiten, terlibat langsung dalam perdagangan saham atau efek yang diterbitkan.

Sedangkan pasar sekunder merupakan tempat diperdagangkannya berbagai surat berharga yang telah tercatat di bursa efek dan terjadinya jual beli antara para investor dengan perantara pialang.

2.1.3 Peranan Pasar Modal

Hampir semua negara didunia ini mempunyai pasar modal, yang bertujuan menciptakan fasilitas bagi keperluan industri dan keseluruhan entitas dalam memenuhi permintaan dan penawaran modal. Pasar modal dalam suatu negara bisa berperan: Sebagai sarana perusahaan untuk meningkatkan kebutuhan dana jangka panjang dengan menjual saham atau mengeluarkan obligasi. (**Jogiyanto 2003:11**)

- a. Pasar Modal merupakan wahana pengalokasian dana secara efisien.

Investor dapat melakukan investasi pada beberapa perusahaan melalui pembelian efek-efek yang baru ditawarkan ataupun yang diperdagangkan di Pasar Modal. Sebaliknya, perusahaan dapat memperoleh dana yang dibutuhkan dengan menawarkan instrumen keuangan jangka panjang melalui Pasar Modal tersebut.

- b. Pasar Modal sebagai alternatif investasi

Pasar Modal memudahkan alternatif berinvestasi dengan memberikan keuntungan dengan sejumlah risiko tertentu.

- c. Memungkinkan para investor untuk memiliki perusahaan yang sehat dan berprospek baik.

Perusahaan yang sehat dan mempunyai prospek yang baik, sebaiknya tidak hanya dimiliki oleh sejumlah orang-orang tertentu saja, karena penyebaran kepemilikan secara luas akan mendorong perkembangan perusahaan menjadi lebih transparan.

- d. Pelaksanaan manajemen perusahaan secara profesional dan transparan.

Keikutsertaan masyarakat dalam kepemilikan perusahaan mendorong perusahaan untuk menerapkan manajemen secara lebih profesional, efisien dan berorientasi pada keuntungan, sehingga tercipta suatu kondisi *good corporate governance* serta keuntungan yang lebih baik bagi para investor.

- e. Peningkatan aktivitas ekonomi nasional.

Dengan keberadaan Pasar Modal, perusahaan-perusahaan akan lebih mudah memperoleh dana, sehingga akan mendorong perekonomian nasional menjadi lebih maju, yang selanjutnya akan menciptakan kesempatan kerja yang luas, serta meningkatkan pendapatan pajak bagi pemerintah.

2.1.4 Efisiensi Pasar Modal

Informasi merupakan hal yang paling penting menentukan dalam keputusan investasi, terutama dalam investasi di pasar modal, karena investor dapat membuat keputusan yang baik jika menggunakan informasi dengan cepat. Pasar modal dikatakan efisien bila informasi dapat diperoleh dengan mudah dan murah oleh para investor, sehingga semua informasi yang relevan dan terpercaya telah tercermin dalam harga saham. Apabila harga-harga selalu mencerminkan semua informasi yang relevan, maka harga-harga tersebut baru akan berubah apabila informasi baru muncul. Menurut **Brealey dan Myers (2006)** bahwa jika pasar modal efisien, maka semua harga sekuritas merefleksikan informasi yang tersedia bagi investor.

Kemudian menurut **Levy dan Sarnat (1986:346)**, bahwa ada tiga definisi dasar dari efisiensi pasar, yang dapat menentukan tingkatan efisiensi pasar, yaitu :

1. *Weak-form efficiency* (Bentuk efisiensi lemah)

Harga sekuritas mencerminkan harga masa lalu dan sejarah perdagangan sekuritas (*historical data*) sehingga pola gerakan harga masa lalu dapat digunakan untuk meramalkan gerakan harga-harga sekuritas di masa yang akan datang.

2. *Semi-strong efficiency* (Bentuk efisiensi setengah kuat)

Harga sekuritas mencerminkan secara penuh semua informasi yang tersedia bagi publik termasuk harga sekuritas masa lalu dan sejarah perdagangan sekuritas (*historical data* dan informasi lain yang tersedia bagi publik).

3. *Strong-form efficiency* (Bentuk efisiensi kuat)

Harga sekuritas mencerminkan semua informasi yang ada, baik yang tersedia maupun tidak tersedia bagi publik (*historical data*, data publik dan informasi privat). Agar pasar berada pada efisiensi bentuk kuat, harga-harga sekuritas harus sepenuhnya dan segera mencerminkan semua informasi apakah tersedia secara umum atau tidak.

2.1.5 Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Pasar Modal

Menurut **Suad Husnan (1998:8)**, faktor-faktor yang mempengaruhi pasar modal adalah sebagai berikut:

- a. *Supply* sekuritas. Berarti harus banyak perusahaan yang bersedia menerbitkan sekuritas di pasar modal.
- b. *Demand* sekuritas. Ini berarti masyarakat harus mempunyai dana yang cukup besar untuk dipergunakan untuk membeli sekuritas-sekuritas pasar saham yang ditawarkan.
- c. Kondisi politik dan ekonomi. Politik yang stabil akan mendorong pertumbuhan ekonomi yang akhirnya mempengaruhi *supply* dan *demand* sekuritas.
- d. Hukum dan peraturan. Hukum yang jelas akan melindungi pemodal dari info yang tidak jelas.
- e. Peran-peran lembaga pendukung pasar modal yang akan membantu kegiatan pasar modal secara tepat. Lembaga ini adalah: Kustodian, Biro Administrasi Efek, Wali Amanat, Akuntan, Notaris, Konsultan hukum, dan penilai.

2.1.6 Instrumen Investasi di Pasar Modal

Instrumen investasi di pasar modal sering disebut dengan efek yaitu semua surat-surat berharga yang umum diperjualbelikan melalui pasar modal. Menurut UU no.8 tahun 1995 tentang pasar modal, efek adalah setiap surat pengakuan hutang, surat berharga komersial,

saham, obligasi, sekuritas kredit, tanda bukti hutang, setiap right, waran, opsi, atau derivatif dari efek, atau setiap instrumen yang ditetapkan sebagai efek.

Instrumen yang paling sering diperjualbelikan di pasar modal (Sutrisno, 2003:352):

1. Saham

Saham adalah penyertaan modal dalam kepemilikan suatu Perseroan Terbatas (PT) atau emiten. Pemilik saham merupakan pemilik sebagian dari perusahaan tersebut. Ada dua jenis kepemilikan saham yaitu saham atas nama dan saham atas unjuk. Saham yang diperdagangkan di Indonesia adalah saham yang nama pemiliknya tertera diatas saham tersebut.

2. Obligasi

Obligasi pada dasarnya merupakan surat pengakuan utang atas pinjaman yang diterima oleh perusahaan penerbit obligasi dan masyarakat. Jangka waktu obligasi telah ditetapkan dan disertai dengan pemberian imbalan bunga yang jumlah dan saat pembayarannya telah ditetapkan dalam perjanjian. Obligasi dapat diterbitkan oleh badan usaha milik negara (BUMN), pemerintah pusat atau daerah (BUMD), dan swasta.

3. Derivatif dari efek

- Right/klaim
- Waran
- Obligasi konvertibel
- Saham dividen dan saham bonus
- Sertifikat American Depository Receipts (ADR) / continental Depository Receipts (CDR)
- Sertifikat reksa dana

Perusahaan yang beroperasi sebagai perusahaan publik pada dasarnya harus siap dengan berbagai konsekuensi permasalahannya, yaitu memenuhi ketentuan yang berlaku dalam petundang-undangan serta aturan pelaksanaan yang mengikutinya. Sebagai perusahaan publik, para pemilik lama ataupun para pendiri harus menerima keterlibatan pihak-pihak lain dalam perusahaannya.

2.1.7 Keuntungan dan Kerugian Investasi di Pasar Modal

Pasar modal dari tahun ke tahun menjadi wahana yang menarik bagi dunia usaha dan menjadi semakin penting peranannya. Bagi dunia usaha pasar modal dapat dijadikan sarana untuk menawarkan berbagai macam efek sesuai dengan kebutuhan dana yang diperlukan dengan tingkat biaya dana yang relatif murah.

Keuntungan investasi di pasar modal:

- a. Laba kapital, yaitu keuntungan dari hasil jual beli saham, berupa selisih antara nilai jual yang lebih tinggi dari nilai beli sahamnya.
- b. Dividen, bagian keuntungan perusahaan yang dibagikan kepada pemegang saham.
- c. Saham perusahaan, seperti juga tanah atau aktiva berharga sejenis. Nilainya meningkat sejalan dengan waktu dan sejalan dengan perkembangan atau kinerja perusahaan. Investor jangka panjang mengandalkan kenaikan nilai saham ini untuk meraih keuntungan dari investasi saham. Investor seperti ini membeli saham dan menyimpannya untuk jangka waktu lama (tahunan) dan selama masa itu mereka memperoleh manfaat dari dividen yang dibayarkan perusahaan setiap periode tertentu.

Investasi di pasar modal bukan investasi tanpa risiko. Kerugian investasi antara lain:

- a. Rugi kapital, kerugian dari hasil jual beli saham, berupa selisih antara nilai jual yang lebih rendah dari nilai beli saham.
- b. Rugi kesempatan, kerugian berupa selisih suku bunga deposito dikurangi total hasil yang diperoleh dari total investasi.
- c. Likuidasi, kerugian karena perusahaan dilikuidasi di mana nilai likuidasinya lebih rendah dari harga beli saham.

2.2 Saham

2.2.1 Pengertian Saham

Salah satu surat berharga yang diperdagangkan di pasar modal adalah saham. Saham adalah surat berharga yang dikeluarkan oleh sebuah perusahaan yang berbentuk Perseroan Terbatas (PT) atau biasa yang disebut emiten. Saham menyatakan bahwa pemilik saham tersebut adalah juga pemilik sebagian dari perusahaan itu. Dengan demikian jika seorang investor membeli saham, maka ia pun menjadi pemilik atau pemegang saham perusahaan.

Fabozzi (2003:339) mendefinisikan saham sebagai berikut:

“It represents an ownership interest in a corporation. Holders of equity securities are entitled to the earnings of the corporation when those earnings are distributed in the form of dividends; they are also entitled to a pro rata share of remaining equity in case of liquidation.”

Sedangkan menurut **Mishkin and Eakins (2006:28)**, saham adalah :

“A security that is claim on the earnings and asstes of a corporation.”

Jadi saham adalah surat berharga yang diperdagangkan di pasar modal yang dikeluarkan oleh sebuah perusahaan yang berbentuk Perseroan Terbatas (PT), dimana saham tersebut menyatakan bahwa pemilik saham tersebut adalah juga pemilik sebagian dari perusahaan tersebut.

2.2.2 Jenis-Jenis Saham

Menurut **Arifin (2004:46)** beliau mengatakan bahwa :

“Saham diklasifikasikan berdasarkan tingkat penghasilan, kualitas laba perusahaan, kepekaan terhadap risiko pasar, sifat dan stabilitas EPS (*Earning per Share*) dan deviden, dan kepekaan terhadap pasar dan ekonomi.”

Jenis-jenis saham tersebut antara lain:

1. *Blue chips*, yaitu saham unggulan dalam suatu dan mempunyai pengalaman yang panjang dan stabil dalam laba dan deviden.
2. *Income stock*, yaitu saham yang memiliki pengalaman yang panjang dan berkelanjutan dalam pembayaran di atas rata-rata regular.
3. *Growth stock*, yaitu saham yang mengalami laju pertumbuhan yang tinggi secara konsisten dalam operasi dan laba.
4. *Speculative stock*, yaitu saham yang menawarkan harapan bahwa harganya akan naik. Saham tidak mengalami pengalaman sukses hasilnya tidak pasti dan tidak stabil, sering mengalami fluktuasi harga yang besar dan umumnya membayar deviden yang kecil atau tidak sama sekali.
5. *Cyclical stock*, adalah saham yang penghasilannya berhubungan erat dengan kegiatan usaha umum. Harga saham ini mencerminkan keadaan ekonomi secara umum, dan naik/turun seperti dalam konjungtur.
6. *Defensive stock*, adalah saham yang harganya tetap stabil (atau bahkan meningkat) bila kegiatan ekonomi menurun.

Harga saham di bursa dipengaruhi oleh banyak faktor yang bersifat kualitatif maupun kuantitatif, antara lain pengaruh peraturan perdagangan saham, ketat tidaknya pengawasan atas pelanggaran oleh pelaku bursa, psikologi pemodal secara masal yang berubah-ubah antara pesimistis dan optimistis, dan lain-lain.

2.2.3 Harga Saham

They are several concepts of market efficiency, depending on which market we are talking about. Market in general are efficient when:

- (1) price adjust rapidly to new information*
- (2) there is a continuous market, in which each successive trade is made at a price close to the previous price (the faster that the price responds to new information and the smaller the differences in price changers, the more efficient the market)*
- (3) the market can absorb large dollar amount of securities without destabilizing the price.*

Terdapat berbagai jenis harga saham di pasar modal. Beberapa diantaranya yang berkaitan dengan penelitian adalah :

1. Harga pasar saham adalah harga yang penjual dan pembeli sepakati pada saat mereka memperdagangkan saham.
2. Harga saham di pasar sekunder (*secondary market*) memiliki pengertian yang sama dengan harga pasar, yaitu harga yang penjual dan pembeli sepakati pada saat mereka memperdagangkan saham.
3. Harga saham di pasar primer (*primary market*) merupakan harga yang didasarkan pada kesepakatan antara perusahaan dengan investor (*direct placement*) atau didasarkan pada kesepakatan antara perusahaan dengan *investment banker* (*indirect placement*).
4. Harga saham di pasar ketiga (*third market*) merupakan harga negosiasi. Seperti dikemukakan di atas bahwa pasar ketiga merupakan bagian dari pasar *Over the counter* (OTC). Pasar OTC diadakan oleh pedagang saham yang memperdagangkan saham untuk kepentingannya sendiri. Dalam hal ini harga saham ditentukan berdasarkan negosiasi antara pedagang saham dan investor.
5. Harga saham di pasar keempat (*fourth market*) merupakan harga yang disepakati oleh institusi-institusi besar yang bertransaksi. Institusi-institusi ini melakukan transaksi di luar bursa efek dengan menggunakan alat komunikasi.

6. Harga saham pembukaan adalah harga saham untuk pertama kalinya diperdagangkan pada hari bursa. Harga saham penutupan adalah harga saham terakhir diperdagangkan baik dalam satu hari, satu minggu, satu bulan atau satu tahun.

7. Indeks Harga

Indeks harga saham merupakan indikator yang menggambarkan pergerakan harga-haraga saham. Saat ini BEJ memiliki lima macam inseks harga saham, yaitu :

- a. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), menguraikan semua saham tercatat sebagai komponen perhitungan indeks.
- b. Indeks Sektoral, merupakan sub indeks dari IHSG. Semua saham yang tercatat di BEJ diklasifikasikan ke dalam sembilan sector menurut klasifikasi industri yang telah ditetapkan BEJ yang diberi nama JASICA (Jakarta Stock Exchange Clasification).
- c. Indeks LQ 45, menggunakan 45 saham yang terpilih setelah melalui beberapa macam seleksi. Indeks ini terdiri dari 45 saham yang likuiditas (LiQuid) tinggi, yang diseleksi melalui beberapa kriteria pemilihan. Selain penilaian terhadap likuiditas, seleksi atas saham-saham tersebut mempertimbangkan kapitalisasi pasar.
- d. Jakarta Islamic Index (JII), menggunakan 30 saham yang masuk dalam kriteria syariah dan termasuk saham-saham yang likuid. Jakarta Islamic Index terdiri dari 30 jenis saham yang dipilih dan saham-saham yang sesuai dengan syariah islam. Kriteria pemilihan saham dalam Jakarta Islamic Index melibatkan pihak pengawas dewan syariah.
- e. Index Individual, yaitu index masing-masing saham terhadap harga dasarnya.

2.2.4 Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Harga Saham

Nilai pasar saham ini dipengaruhi oleh faktor yang langsung dan tidak langsung. Nilai saham dapat berubah setiap saat, tergantung kondisi pasar, persepsi investor terhadap perusahaan, informasi yang berkembang atau isu lain yang menerpa pasar modal. Disamping itu, harga saham pada dasarnya sangat terkait dengan kesehatan keuangan perusahaan. Ketika penghasilan perusahaan naik, keyakinan investor juga akan tinggi, maka harga sahampun biasanya naik. Jika perusahaan mengalami kerugian atau tidak mencapai target yang diharapkan harga saham biasanya jatuh.

Kemudian menurut **Weston dan Brigham (2004:24)**, bahwa harga saham perusahaan tergantung pada faktor-faktor berikut :

- (1) proyeksi laba per saham,
- (2) waktu diperolehnya laba,
- (3) tingkat risiko dari proyeksi laba,
- (4) proporsi utang perusahaan terhadap equitas (DER),
- (5) kebijakan pembagian dividen (DPR).

Selanjutnya menurut **Damodaran (2002:23)** bahwa
“Stock price determined demand or trade between buyers and sellers. And price established flow demand.”

Dari kutipan di atas dapat disimpulkan bahwa harga saham ditentukan oleh permintaan atau perdagangan harian antara penjual dan pembeli. Arus permintaan ditentukan oleh harga, jika permintaan lebih besar dari penawaran, harga akan naik tetapi jika penawaran lebih besar dari permintaan harga akan turun.

Disamping itu ditentukan juga oleh kondisi perusahaan yang bersangkutan artinya makin baik kinerja perusahaan, makin tinggi laba, makin besar keuntungan yang dinikmati pemegang saham dan makin besar pula kemungkinan harga saham naik. Selain kinerja perusahaan, prospek, dan perkembangan industri dimana perusahaan berada, kondisi mikro dan makro ekonomi juga mempengaruhi harga suatu saham.

2.2.5 Nilai Saham

Saham adalah surat berharga yang diterbitkan oleh perusahaan yang *go public*. Nilai saham ditentukan oleh perkembangan perusahaan penerbitnya. Jika perusahaan penerbit mampu menghasilkan keuntungan yang tinggi, perusahaan tersebut akan dapat menyisihkan bagian keuntungan sebagai deviden dalam jumlah yang tinggi pula. Pemberian deviden yang tinggi akan menarik minat investor untuk membeli saham tersebut. Hal ini mengakibatkan permintaan atas saham yang bersangkutan akan meningkat yang pada akhirnya akan mendorong naiknya nilai saham. Menurut **Ali Arifin (2004:45)** Nilai dari suatu saham terbagi atas:

1. Nilai Intrinsik, yaitu harga yang diharapkan dari saham pada setiap akhir tahun pertama dari saham hari ini sebagaimana dilihat oleh investor tertentu pada waktu melakukan analisis.
2. Nilai Par (*Par value*), digunakan untuk menunjukkan nilai nominal, yakni nilai akuntansi yang menjadi dasar penilaian kewajiban hukum pemegang saham.
3. Nilai Buku (*Book Value*), menunjukkan besarnya penyertaan pemegang saham (*stockholder's equity*) di perusahaan. Nilai buku perlembar saham diperoleh dengan membagi nilai buku ekuitas dengan jumlah lembar saham yang ada.
4. Nilai Pasar (*Market Value*), yaitu harga pasar yang berlaku dari suatu emisi saham, dan merupakan petunjuk bagaimana para pelaku pasar secara keseluruhan mengukur nilai dari saham itu.

Nilai sebuah saham sesungguhnya ditentukan oleh kondisi fundamental suatu perusahaan. Investor membuat keputusan menanam uangnya dengan membeli saham setelah mempertimbangkan laba emiten, pertumbuhan penjualan, dan aktiva selama kurun waktu tertentu. Disamping itu, prospek perusahaan ini dimasa yang akan datang sangat penting untuk dipertimbangkan.

2.2.6 Pendekatan Analisis Saham

Terdapat dua pendekatan dasar di dalam melakukan analisis dari pemilihan saham yaitu dengan menggunakan analisis teknikal dan analisis fundamental.

Husnan (2003;349)

"Analisis Teknikal merupakan upaya untuk memperkirakan harga saham (kondisi pasar) dengan mengamati perubahan harga saham (kondisi pasar) di waktu yang lalu."

Husnan (2003 ; 315)

"Analisis Fundamental mencoba memperkirakan harga saham dimasa yang akan datang dengan mengestimasi nilai faktor-faktor fundamental yang mempengaruhi harga saham dimasa yang akan datang dan menerapkan hubungan variabel-variabel tersebut sehingga diperoleh taksiran harga saham."

Sama halnya menurut **Kamarudin Ahmad (2004:81) :**

Analisis Fundamental

”Analisis fundamental adalah suatu pendekatan untuk menghitung nilai intrinsik saham biasa (*common stock*) dengan menggunakan data keuangan perusahaan.”

Analisis Teknikal

”Analisis teknikal menganggap bahwa saham adalah komoditas perdagangan yang pada gilirannya, permintaan dan penawarannya merupakan manifestasi kondisi psikologis dari pemodal.”

Jadi dapat disimpulkan untuk melakukan analisis dan memilih saham terdapat dua pendekatan dasar yaitu analisis fundamental dan analisis teknikal. Analisis fundamental mencoba memperkirakan harga saham dimasa yang akan datang dengan cara: (1) mengestimasi nilai faktor-faktor fundamental yang mempengaruhi harga saham dimasa yang akan datang dan (2) menerapkan hubungan variabel-variabel tersebut sehingga diperoleh taksiran harga saham.

Dalam membuat model peramalan harga saham langkah yang penting adalah mengidentifikasi faktor-faktor fundamental seperti penjualan, pertumbuhan penjualan, biaya kebijakan dividen yang diperkirakan akan mempengaruhi harga saham.

Para investor yang menganut analisis fundamental menganggap bahwa suatu saham memiliki nilai intrinsik tertentu. Nilai intrinsik dapat ditentukan dengan melihat faktor-faktor fundamental internal dan eksternal yang mempengaruhi kinerja emiten. Investor akan menghubungkan antara nilai intrinsik dengan harga pasar saham. Apabila nilai intrinsik lebih besar dari pada harga pasar (*over valued*), investor cenderung akan membeli saham atau menahan saham yang telah dimiliki. Sebaliknya, apabila nilai intrinsik lebih kecil dari harga pasar (*undervalued*), investor cenderung tidak membeli saham atau menjual saham yang telah dimiliki.

Analisis teknikal merupakan upaya untuk memperkirakan harga saham dengan mengamati perubahan harga tersebut diwaktu yang lalu. Pemikiran yang mendasari analisis teknikal adalah (1) harga saham mencerminkan informasi yang relevan (2) informasi tersebut ditunjukkan oleh perubahan harga diwaktu yang lalu (3) perubahan harga saham akan mempunyai pola tertentu dan berulang.

2.3 Pengertian Manajemen

Secara harfiah manajemen dapat diartikan sebagai pengelola, sementara secara luas manajemen adalah suatu ilmu yang mempelajari bagaimana cara mencapai suatu tujuan dengan efektif serta efisien dengan menggunakan bantuan melalui orang lain. Manajemen merupakan seni dan juga ilmu pengetahuan. Sehingga manajemen dapat dikatakan sebagai ilmu juga sebagai seni, dikatakan seni karena usaha manusiawi yang paling kreatif, karena tidak semua orang punya bakat atau kecakapan tentang seni.

2.4 Pengertian Keuangan

Keuangan merupakan ilmu dan seni dalam mengelola uang, yang mempengaruhi kehidupan setiap orang dan setiap organisasi. Keuangan berhubungan dengan proses, lembaga, pasar, dan instrumen yang terlibat dalam transfer uang, diantara individu maupun antara bisnis dan pemerintah.

2.5 Ruang Lingkup Manajemen Keuangan

2.5.1 Pengertian Manajemen Keuangan

Pengertian manajemen keuangan sendiri mengalami perkembangan sesuai dengan perkembangan fungsi keuangan, yaitu dari yang hanya mengutamakan pada bagaimana cara memperoleh dana, sehingga sampai kepada pengertian yang memberikan perhatian terhadap penggunaan dana tersebut.

Definisi manajemen keuangan menurut Keown, dkk(2005:4) adalah sebagai berikut:

"Financial management is concerned with the maintenance and creation of economic value or wealth."

Demikian juga dikatakan oleh Brigham dan Ehrhardt (2002:5) adalah sebagai berikut:

"Financial management is the broadest of the three areas, and the one with the greatest number of job opportunities."

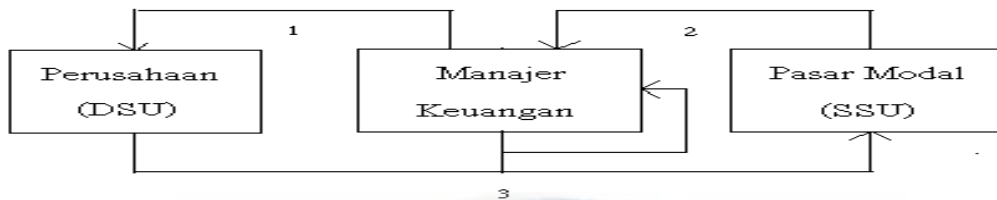
Manajemen keuangan menyangkut kegiatan perencanaan, analisis dan pengendalian kegiatan keuangan. Mereka yang melaksanakan kegiatan tersebut sering disebut sebagai manajer keuangan. Definisi manajer keuangan menurut Gitman (2006:4) adalah sebagai berikut:

"Financial manager is actively manages the financial affairs of any type of business, whether financial or nonfinancial, private or public, large or small, profit seeking or not-for-profit."

2.5.2 Fungsi Manajer Keuangan

Manajemen Keuangan (keuangan perusahaan) memiliki kesempatan kerja yang terluas karena setiap perusahaan pasti membutuhkan seorang manajer keuangan yang menangani fungsi-fungsi keuangan. Fungsi atau tugas utama seorang manajer keuangan perusahaan menurut Drs. Atmaja, Msc (1994:1), yang digambarkan sebagai berikut:

Gambar 2.1



Keterangan:

1. Perusahaan (*Deficit Spending Unit* atau DSU) membutuhkan dana dari *Surplus Spending Unit*. Manajer keuangan perusahaan mengusahakan pengadaan dana tersebut. Sumber dana tersebut bisa dari sumber asing maupun dari dalam perusahaan sendiri. Sumber asing (disebut modal asing) seperti hutang ke bank (pinjam melalui intermediasor) maupun menerbitkan obligasi (pinjam secara langsung). Dari dalam perusahaan disebut modal sendiri, misalnya dengan menahan sebagian keuntungan setelah pajak perusahaan (*Earning After Tax/EAT*) dalam bentuk laba yang ditahan maupun menjual saham baru. Manajer keuangan perusahaan berfungsi menentukan dari mana sumber dana tersebut. Tugas ini disebut pembuatan keputusan pembelanjaan atau pendanaan (*financing decisions*).
2. Dana yang telah diperoleh harus diinvestasikan ke dalam proyek-proyek yang menguntungkan. Tugas Manajer keuangan ini disebut pembuatan keputusan investasi (*investment decisions*).
3. Keuntungan yang diperoleh perusahaan sebagian dikembalikan ke pasar modal, misalnya untuk pembayaran dividen dan bunga obligasi. Sebagian lagi ditahan dalam bentuk laba yang ditahan. Di sini, manajer keuangan perusahaan harus menentukan berapa bagian dari *earning after tax* yang dibagikan dalam bentuk dividen dan berapa bagian yang ditahan. Tugas manajer keuangan ini disebut pembuatan keputusan dividen (*dividend policy*).

Adapun aktivitas manajer keuangan sebagai berikut:

1. Menggunakan rencana dan peramalan untuk membentuk posisi perusahaan di masa yang akan datang.
2. Membuat keputusan investasi dan keputusan pembelanjaan untuk pertumbuhan perusahaan.
3. Mengkoordinasikan aktivitas keuangan dengan manajer lain dalam perusahaan.
4. Berinteraksi dengan pasar uang dan pasar modal.

2.5.3 Tujuan Manajer Keuangan

Untuk bisa mengambil keputusan-keputusan keuangan yang benar, manajer keuangan perlu menentukan tujuan yang harus dicapai. Keputusan yang benar adalah keputusan yang akan membantu mencapai tujuan tersebut. Secara normatif, tujuan keputusan keuangan adalah untuk memaksimalkan nilai perusahaan karena dapat meningkatkan kemakmuran para pemilik perusahaan (pemegang saham). Menurut Weston dan Copeland (1995:6) tujuan manajer keuangan adalah sebagai berikut: “tujuan manajer keuangan adalah merencanakan untuk, memperoleh, dan menggunakan daya guna memaksimalkan nilai organisasi.”

Memaksimalkan harga saham perusahaan (saham biasa) tidak sama dengan memaksimalkan keuntungan bersih atau keuntungan per lembar saham. Memaksimalkan keuntungan bersih bukan merupakan tujuan yang baik karena mengabaikan risiko dan penghasilan per lembar saham. Gitman (2006:15) menyatakan bahwa:

“Return and risk are, in fact, the key determinants of share price, which represent the wealth of the owners in the firm.”

2.5.4 Peran Manajer Keuangan

Berkaitan dengan pengambilan keputusan investasi, manajer keuangan akan terlibat secara langsung dalam perencanaan dan pengendalian penggunaan dana. Untuk mendanai investasi dan operasi perusahaan, manajer keuangan bertanggung jawab dalam memperoleh dana yang sesuai dengan kebutuhannya, baik mengenai jangka waktu, persyaratan maupun biayanya. Dana akan diperoleh baik dari pasar modal, bank, maupun sumber-sumber dana lainnya.

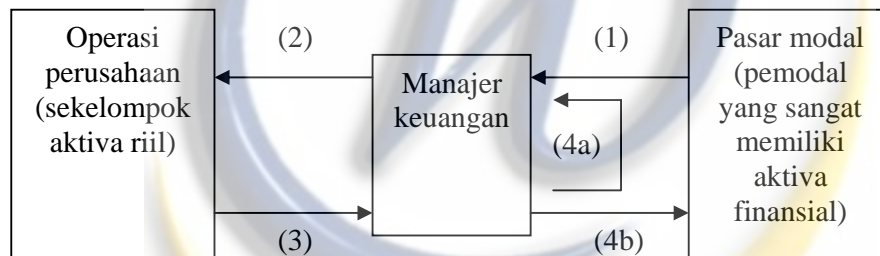
Dengan demikian kelancaran aliran kas atau dana yang masuk dari luar ke dalam perusahaan untuk membiayai investasi dan operasi perusahaan sangat tergantung kepada kemampuan manajer keuangan dalam menjalankan fungsi pendanaan. Setelah dana diinvestasikan untuk membiayai operasi perusahaan dan mampu menghasilkan keuntungan, maka selanjutnya manajer keuangan juga akan terlibat dalam pengambilan keputusan

mengenai berapa bagian dari keuntungan yang akan dibayarkan kepada pemilik perusahaan atau pemberi dana, dan berapa bagian yang akan diinvestasikan kembali (di-reinvestasikan) untuk membiayai pertumbuhan perusahaan.

Dengan demikian manajer keuangan sangat berperan dalam melancarkan aliran kas atau dana dari luar ke dalam perusahaan, ataupun sebaliknya dari dalam ke luar perusahaan, yaitu pembayaran dividen kepada pemilik perusahaan dan pembayaran kembali utang kepada para kreditor. Manajer keuangan dapat mempunyai peranan yang demikian besarnya dalam memperlancar aliran kas atau dana tersebut disebabkan karena dia bertindak sebagai perantara (*intermediary*) yang berada pada posisi di antara sumber atau pemberi dana (pasar modal, bank pemberi kredit, dan lain sebagainya) di satu pihak dan operasi perusahaan di lain pihak.

Peranan manajer keuangan dalam melancarkan aliran kas atau dana tersebut digambarkan oleh Brealey & Myers sebagai berikut:

Gambar 2.2



Penjelasan:

1. Kas diperoleh dengan menjual *financial assets* (saham, obligasi, dan sekuritas lainnya) atau mendapatkan kredit dari bank atau sumber dana lainnya (panah nomor 1).
2. Dana yang diperoleh dari pemberi dana digunakan untuk membeli *real assets* yang digunakan dalam operasi perusahaan (panah nomor 2).
3. Apabila perusahaan bekerja dengan baik, *real assets* akan menghasilkan aliran kas masuk (*cash-inflows*) yang lebih besar daripada jumlah yang dibayarkan pada investasi permulaan (panah nomor 3).
4. Pada akhirnya kas tersebut direinvestasikan (panah nomor 4a) atau dikembalikan kepada pemodal yang membeli sekuritas dari perusahaan tersebut atau bank pemberi kredit atau kreditor lainnya (panah nomor 4b).

2.5.5 Keuangan Dalam Struktur Organisasi Perusahaan

Direktur keuangan (*chief financial officer*, CFO) tinggi kedudukannya dalam hierarki organisasi perusahaan karena keuangan memegang peranan inti dalam pembuatan keputusan tingkat tinggi. Gambar di bawah ini menggambarkan struktur organisasi yang khas untuk perusahaan-perusahaan besar di Amerika Serikat. Dewan komisaris mewakili para pemegang saham. Presiden direktur seringkali merupakan ketua eksekutif (*chief executive*) atau pejabat pelaksana. Salah satu dari para eksekutif kunci adalah wakil presiden bagian keuangan atau direktur keuangan (CFO), yang bertanggung jawab atas perumusan kebijakan-kebijakan keuangan yang utama. CFO berinteraksi dengan pejabat-pejabat senior dari bidang-bidang fungsional lainnya, mengkomunikasikan implikasi keuangan dari keputusan utama, mendefinisikan tugas pejabat keuangan junior, dan bertanggung jawab atas aspek analitis dari kegiatan bendaharawan dan kontroler.

Fungsi keuangan dalam organisasi biasanya dipisahkan antara dua jabatan, yaitu *treasurer* (bendaharawan) dan administrasi pembukuan atau akuntansi (*controller*). *Treasurer* bertanggung jawab atas perolehan (akuisisi) dana dan pengamanannya. Bidang tanggung jawab *controller* adalah akuntansi (*accounting*), pelaporan (*reporting*) dan pengendalian (*control*). Tanggung jawab seorang *treasurer* biasanya adalah pengadaan dan pengelolaan uang tunai. Meskipun tanggung jawab pembuatan laporan (*reporting*) berada di tangan *controller*, *treasurer* pada umumnya membuat laporan mengenai posisi arus kas harian dan posisi modal kerja, membuat anggaran kas dan umumnya melaporkan mengenai arus kas dan cadangan uang tunai. Sebagai bagian dari tugasnya, *treasurer* menjaga hubungan perusahaan dengan bank komersial dan bank investasi. Biasanya *treasurer* juga bertanggung jawab atas manajemen kredit, asuransi dan manajemen dana pensiun.

Fungsi pokok *controller* adalah mencatat (*recording*) dan membuat laporan (*reporting*) tentang informasi keuangan perusahaan. Ini biasanya meliputi penyusunan anggaran dan laporan keuangan. Tugas lain adalah dalam hal urusan penggajian, pajak dan pemeriksaan intern (*internal auditing*).

Beberapa perusahaan besar menambahkan jabatan baru pada struktur organisasinya, yaitu sekretaris perusahaan yang pada hakekatnya tugasnya lebih banyak menyangkut bidang keuangan. Sekretaris perusahaan bertanggung jawab atas proses komunikasi yang menyangkut instrument keuangan perusahaan, yaitu pencatatan dalam kaitan dengan instrument kepemilikan dan aktivitas peminjaman perusahaan (misalnya saham dan obligasi).

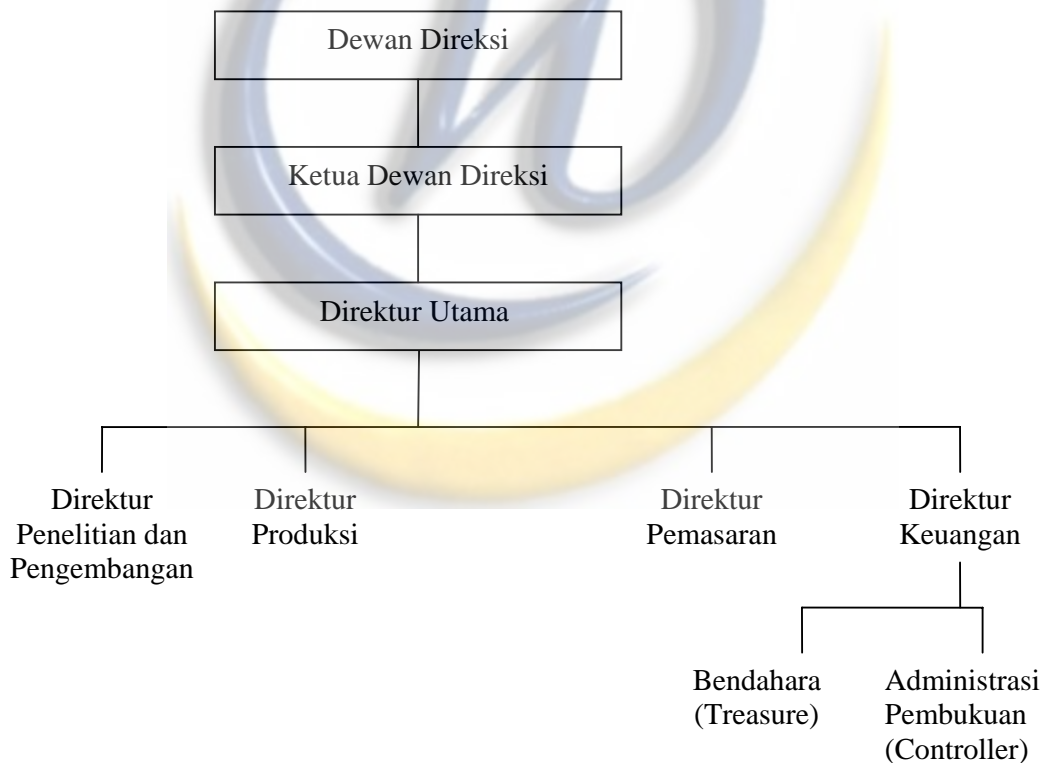
Tugas sekretaris perusahaan juga dapat mencakup masalah-masalah di bidang hukum dan menjadi notulen pada pertemuan manajemen puncak.

Sejarah perusahaan dan kemampuan perorangan para manajer sangat mempengaruhi luasnya tanggung jawab keempat jabatan bidang keuangan ini. Seorang manajer keuangan yang aktif dan berkemampuan tinggi akan selalu berperan dalam semua kebijaksanaan dan keputusan manajemen puncak, dan seringkali menggunakan posisi ini sebagai ajang latihan untuk meniti karir menuju posisi puncak di perusahaan, yaitu sebagai direktur utama.

Semua kejadian penting dalam kehidupan perusahaan mengandung aspek keuangan didalamnya, karena mempunyai dampak terhadap probabilitas jangka panjang perusahaan dan memerlukan pertimbangan dari manajemen puncak. Dengan demikian bidang keuangan selalu terlibat dalam keputusan tingkat atas di dalam struktur organisasi perusahaan.

Gambar keuangan dalam struktur organisasi perusahaan besar (Weston dan Copeland, 1995:7)

Gambar 2.3



2.6 Investasi

2.6.1 Pengertian Investasi

Investasi adalah suatu kegiatan penanaman modal pada aktiva-aktiva yang bersifat jangka panjang, yaitu aktiva riil (aktiva yang berwujud) dan aktiva financial yang jangka waktu pengembaliannya / tingkat returnnya akan diperoleh lebih dari lima tahun.

Definisi investasi menurut **Fischer** dan **Jordan**, adalah sebagai berikut:

“An investment is a commitment of funds made in the expectation of some positive rate of return.”

Sedangkan pengertian investasi menurut **Francis**, adalah sebagai berikut:

“An investment is a commitment of money that is expected to generate of additional money.”

Melalui pernyataan di atas dapat disimpulkan bahwa suatu investasi adalah kegiatan penanaman modal yang mana pada akhirnya adalah untuk memperoleh hasil di masa yang akan datang bagi penanam modal tersebut.

2.6.2 Tujuan Investasi

Ada beberapa tujuan seseorang melakukan investasi antara lain adalah:

1. Untuk mendapatkan kehidupan yang lebih layak di masa yang akan datang. Seseorang yang bijaksana akan berpikir bagaimana cara meningkatkan taraf hidupnya dari waktu ke waktu atau setidaknya-tidaknya bagaimana berusaha untuk mempertahankan tingkat pendapatannya yang ada sekarang agar tidak berkurang di masa yang akan datang.

2. Mengurangi tekanan inflasi.

Dengan melakukan investasi dalam memilih perusahaan atau objek lain, seseorang dapat menghindarkan diri agar kekayaan atau harta miliknya tidak merosot nilainya karena digerogeti oleh inflasi.

3. Dorongan untuk menghemat pajak.

Beberapa negara di dunia banyak melakukan kebijakan yang sifatnya mendorong tumbuhnya investasi di masyarakat melalui fasilitas perpajakan yang diberikan kepada masyarakat yang melakukan investasi pada bidang-bidang usaha tertentu.

2.6.3 Variabel-variabel yang Perlu Dipertimbangkan Dalam Investasi

Ada dua variabel penting dalam melaksanakan investasi oleh investor, yaitu:

1. *Risk* / risiko

Pengertian risiko menurut Van Horne (1991) sebagai berikut:

“Risiko merupakan kemungkinan penyimpangan tingkat keuntungan yang sesungguhnya (actual return) atau return historis dari tingkat keuntungan yang

diharapkan (expected return).”

Seseorang yang melakukan kegiatan investasi cenderung untuk menghindari dari kemungkinan menanggung risiko, tetapi tidak ada seorangpun yang terbebas dari risiko.

Timbulnya risiko investasi bersumber dari beberapa faktor. Faktor-faktor tersebut dapat terjadi bersamaan atau hanya muncul dari salah satu saja. Risiko yang dimaksud antara lain:

- a. Risiko tingkat bunga, terutama jika terjadi kenaikan.
- b. Risiko daya beli, disebabkan inflasi.
- c. Risiko pasar *bear* dan *bull*, tren pasar turun atau naik.
- d. Risiko manajemen, kesalahan/kekeliruan dalam pengelolaan.
- e. Risiko kegagalan, keuangan perusahaan ke arah kepailitan.
- f. Risiko likuiditas, kesulitan pencairan/pelepasan aktiva.
- g. Risiko penarikan, kemungkinan pembelian kembali asset/surat berharga oleh emiten.
- h. Risiko konversi, keharusan penukaran atau aktiva.
- i. Risiko politik, baik internasional maupun nasional.
- j. Risiko industri, munculnya saingan produk homogen.

Dalam situasi yang tidak pasti (*uncertainty*), investor tidak dapat mengatakan dengan pasti berapa besar persentase *return* (keuntungan yang diharapkan). Tetapi itu dapat diformulasikan dalam bentuk distribusi probabilitas dari *return*. Secara kuantitatif, risiko-risiko diatas diakumulasikan dan diukur dengan menggunakan probabilitas atau sinonim dari risiko disebut probabilitas tingkat keuntungan.

Klasifikasi risiko terbagi menjadi dua, yaitu:

a. Risiko sistematis

Risiko sistematis atau risiko yang tidak dapat didiversifikasikan (*undiversifiable*), disebut pula risiko pasar yang berkaitan dengan perekonomian secara makro, misalnya *purchasing power risk*, *political risk*, *foreign exchange risk*, dan risiko lainnya.

b. Risiko tidak sistematis

Risiko tidak sistematis disebut juga risiko khusus yang terdapat pada masing-masing perusahaan, seperti risiko kebangkrutan, risiko manajemen, dan risiko industri khusus perusahaan. Risiko ini disebut pula *unsystematic risk* atau risiko yang dapat didiversifikasikan.

2. *Expected return* / tingkat keuntungan yang diharapkan

Pengertian *expected return* menurut Van Horne (1991) adalah sebagai berikut:

“Tingkat keuntungan yang diharapkan adalah rata-rata tertimbang dari tingkat keuntungan yang sebenarnya (*return historis*) dengan tingkat probabilitas untuk masing-masing *return* tersebut sebagai factor penimbangannya.”

2.6.4 Metode Penilaian Investasi

Pada umumnya ada lima metode yang biasa dipertimbangkan untuk dipakai dalam penilaian aliran kas dari suatu investasi, yaitu metode *Net Present Value*, *Payback period*, *Internal Rate of Return*, *Profitability Index*, dan *Accounting Rate of Return*.

a. *Net Present Value (NPV)*

Net Present Value adalah selisih antara *Present Value* dari investasi dengan nilai sekarang dari penerimaan-penerimaan kas bersih (aliran kas operasional maupun aliran kas terminal) di masa yang akan datang.

b. *Payback Period (PP)*

Payback period adalah suatu periode yang diperlukan untuk menutup kembali pengeluaran investasi (*initial cash investment*) dengan menggunakan aliran kas. Dengan kata lain *Payback period* merupakan rasio antara *initial cash investment* dan *cash inflow* yang hasilnya merupakan satuan waktu. Selanjutnya nilai rasio ini dibandingkan dengan *maximum payback period* yang dapat diterima.

Metode ini cukup sederhana sehingga memiliki kelemahan yaitu tidak memperhatikan konsep nilai waktu dari uang dan tidak memperhatikan aliran kas masuk setelah *payback*. Jadi pada umumnya metode ini digunakan sebagai pendukung metode lain yang lebih baik.

c. *Internal Rate of Return (IRR)*

Internal Rate of Return adalah tingkat bunga yang menyamakan nilai sekarang dari arus kas yang diharapkan di masa datang.

d. *Profitability Index (PI)*

Profitability Index adalah perbandingan antara nilai sekarang dari penerimaan-penerimaan kas bersih di masa yang akan datang dengan nilai sekarang dari investasi.

e. *Accounting Rate of Return (ARR)*

Accounting Rate of Return adalah mengukur seberapa besar tingkat keuntungan dari investasi.

2.6.5 Kebijakan Investasi

Kebijakan investasi sering juga disebut *capital budgeting problem*, adalah masalah bagaimana seorang manajer harus mengalokasikan dananya ke dalam bentuk investasi yang dapat mendatangkan keuntungan di masa yang akan datang. Bentuk, macam, dan komposisi dari investasi tersebut akan mempengaruhi dan menunjang tingkat keuntungan di masa mendatang. Keuntungan di masa depan yang diharapkan dari investasi tersebut adalah tidak dapat diperkirakan secara pasti. Maka investasi akan menanggung risiko atau ketidakpastian. Risiko dan hasil yang diharapkan dari investasi itu akan sangat mempengaruhi pencapaian tujuan kebijakan.

Sedangkan pengertian kebijakan investasi menurut Van Horne (1992:8) adalah sebagai berikut:

“The investment decision is the most important of the three decisions when it comes to the creation of value.”

Kebijakan investasi didefinisikan sebagai kombinasi antara aktiva yang dimiliki (*asset in place*) dan pilihan investasi di masa yang akan datang dengan *Net Present Value positive*.

2.6.6 Aktiva

Suatu perusahaan akan membutuhkan aktiva dalam menjalankan setiap kegiatan operasinya. Aktiva tersebut harus dikelola dengan baik agar mendapatkan keuntungan di masa depan. Aktiva disini terbagi menjadi dua jenis yaitu aktiva yang digunakan dalam jangka panjang yaitu aktiva tetap maupun aktiva yang digunakan dalam jangka pendek yaitu aktiva lancar.

Dalam menjalankan operasinya, perusahaan tidak akan terlepas dari aktiva. Menurut Skousen (2001: 131) aktiva yaitu:

“Aktiva adalah kemungkinan keuntungan ekonomi di masa depan yang diperoleh atau dikontrol oleh entitas tertentu sebagai hasil dari transaksi atau kejadian di masa lalu.”

Berdasarkan pengertian di atas dapat disimpulkan bahwa aktiva merupakan sumber daya ekonomi yang dimiliki oleh suatu perusahaan untuk mendapatkan keuntungan di masa depan. Dalam mengelola aktiva atau asset yang dimiliki oleh perusahaan, seorang manajer keuangan harus dapat menentukan berapa besar alokasi untuk masing-masing aktiva serta

bentuk-bentuk aktiva yang harus dimiliki oleh perusahaan sehubungan dengan bidang usaha dari perusahaan tersebut, sehingga dalam pemanfaatannya benar-benar tepat guna.

Di dalam suatu neraca perusahaan terdapat pengelompokan mengenai aktiva. **Skousen (2001: 133)** menjelaskan jenis-jenis aktiva sebagai berikut:

1. Aktiva lancar (kas, saham investasi, piutang dagang, utang, wesel, dan persediaan).
1. Aktiva tidak lancar (investasi, properti, gedung dan peralatan, aktiva tidak berwujud, aktiva tidak lancar lain, seperti halnya aktiva pajak penghasilan ditangguhkan).

2.6.7 Aktiva Tetap

Aktiva tetap dapat digunakan oleh perusahaan untuk dapat memperlancar operasi perusahaan yang tujuannya yaitu untuk memperoleh keuntungan. Aktiva tetap ini dapat berupa gedung, peralatan, mesin, tanah, dan lain-lain. Umur ekonomi aktiva ini biasanya lebih dari satu tahun. Di bawah ini terdapat beberapa pengertian aktiva tetap. Menurut **Standar Akuntansi Keuangan (2002: 16.1)** bahwa:

“Aktiva tetap adalah aktiva berwujud yang diperoleh dalam bentuk siap pakai atau dengan dibangun lebih dahulu, yang digunakan dalam operasi perusahaan tidak dimaksudkan untuk dijual dalam rangka kegiatan normal perusahaan dan mempunyai masa manfaat lebih dari satu tahun”.

Jadi dapat penulis simpulkan bahwa aktiva tetap adalah asset perusahaan yang dimiliki oleh perusahaan itu sendiri dan digunakan didalam proses produksi untuk mendapatkan keuntungan bagi perusahaan, dimana mempunyai masa manfaat yang panjang yang biasanya lebih dari satu tahun. Manfaat investasi dalam hubungannya dengan aktiva tetap tidak dapat langsung diperoleh oleh perusahaan dalam waktu dekat dan secara sekaligus.

Aktiva tetap bersih dapat diperoleh dari:

Asset Tetap Bersih = Aktiva Tetap – Akumulasi Penyusutan Aktiva Tetap

Seperti halnya aktiva dibagi ke dalam beberapa kelompok, maka aktiva tetap juga dibagi ke dalam empat kategori, antara lain:

1. Tanah (seperti yang digunakan sebagai tempat berdirinya gedung-gedung perusahaan).
2. Perbaikan tanah (seperti jalan-jalan di seputar lokasi perusahaan yang dibangun perusahaan, tempat parkir, pagar, dan saluran air di bawah tanah).
3. Gedung (seperti gedung yang digunakan untuk kantor, toko, pabrik, dan gudang).
4. Peralatan (seperti peralatan kantor, peralatan toko, kendaraan, dan mebeul).

Untuk mengukur perputaran aktiva tetap, perusahaan biasanya menggunakan *Fixed Assets Turnover Ratio* yang menunjukkan perbandingan antara penjualan dengan aktiva tetap. *Fixed Assets Turnover Ratio* berguna untuk mengevaluasi kemampuan assets dalam memberikan pendapatan bagi perusahaan.

Brigham dan Ehrhardt (2002: 79) menjelaskan ukuran perputaran aktiva sebagai berikut:

“Fixed assets turnover ratio measures how effectively the firms uses its plant and equipment”.

Rumus untuk menghitung perputaran aktiva tetap adalah :

$$\text{Fixed Assets Turnover} = \frac{\text{Sales}}{\text{Net fixed assets}}$$

2.6.8 Modal Kerja

Modal kerja (*working capital*) berkaitan erat dengan aktiva lancar. Oleh karena itu modal kerja berbicara mengenai dana yang harus dimiliki oleh perusahaan untuk membiayai hal-hal yang bersifat jangka pendek yaitu berupa kas, persediaan, efek. Modal kerja yang telah dikeluarkan tersebut diharapkan akan kembali ke perusahaan dalam waktu relatif singkat melalui hasil penjualan yang telah diberikan. Setiap perusahaan selalu membutuhkan modal kerja untuk membelanjai operasinya sehari-hari, misalnya : gaji pegawai, membayar upah buruh, pembelian bahan mentah, dan sebagainya. Terdapat beberapa definisi modal kerja. Menurut **Gitman (2000: 616)**, pengertian modal kerja adalah:

“Working capital represent the portion of investment that circulates from one form to another in the ordinary conduct of business”.

Maka melalui berbagai pengertian di atas, dapat penulis simpulkan bahwa modal kerja merupakan investasi yang dilakukan oleh perusahaan dalam jangka waktu yang pendek yang dipergunakan untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan sehari-hari. Modal kerja bersih dapat diperoleh dari:

Modal Kerja Bersih = Aktiva Lancar – Hutang Lancar

Penggolongan jenis-jenis modal kerja yang dikemukakan oleh **W. B. Taylor** adalah:

a) **Modal kerja permanen (*Permanent Working Capital*)**

Yaitu modal kerja yang harus tetap ada pada perusahaan untuk dapat menjalankan fungsinya, atau dengan kata lain modal kerja yang secara terus menerus diperlukan untuk kelancaran perusahaan. Modal kerja permanen dibedakan menjadi :

1. Modal kerja primer (*Primary Working Capital*)

Yaitu modal kerja minimum yang harus ada pada perusahaan untuk menjamin kontinuitas usahanya.

2. Modal kerja normal (*Normal Working Capital*)

Yaitu jumlah modal kerja yang diperlukan untuk menyelenggarakan luas produksi perusahaan yang normal.

b) Modal kerja variabel (*Variable Working Capital*)

Yaitu modal kerja yang jumlahnya berubah-ubah sesuai dengan perubahan keadaan.

Modal kerja dapat dibedakan menjadi :

1. Modal kerja musiman (*seasonal working capital*)

Yaitu modal kerja yang jumlahnya berubah-ubah disebabkan fluktuasi musim.

2. Modal kerja siklis (*cyclical working capital*)

Yaitu modal kerja yang jumlahnya berubah-ubah disebabkan oleh fluktuasi konjungtur.

3. Modal kerja darurat (*Emergency working capital*)

Yaitu modal kerja yang besarnya berubah-ubah karena timbulnya keadaan darurat yang tidak diketahui sebelumnya, misalnya : pemogokan buruh, banjir, atau perubahan ekonomi yang mendadak.

Jadi berdasarkan beberapa penggolongan modal kerja, dapat dikatakan bahwa modal kerja yang ada pada suatu perusahaan digunakan untuk membiayai operasi perusahaan sehari-hari sehingga dapat menunjang kegiatan perusahaan.

Di dalam modal kerja terdapat beberapa konsep modal kerja. Dikenal tiga konsep modal kerja, yaitu:

1. Konsep kuantitatif

Modal kerja menurut konsep kuantitatif adalah jumlah keseluruhan aktiva lancar yang disebut juga modal kerja bruto (*gross working capital*).

2. Konsep kualitatif

Modal kerja menurut modal kualitatif merupakan kelebihan aktiva lancar di atas hutang lancar yang juga disebut modal kerja neto (*net working capital*).

3. Konsep fungsional

Konsep modal kerja fungsional merupakan konsep mengenai modal yang digunakan untuk menghasilkan *current income*.

Diantara ketiga konsep tersebut, konsep kuantitatif dan konsep kualitatiflah yang sering digunakan perusahaan dalam prakteknya karena lebih sederhana dan mudah dimengerti bagi perusahaan.

Unsur-unsur yang termasuk dalam unsur modal kerja bruto (*gross working capital*) adalah aktiva lancar yang terdiri dari uang kas serta surat-surat berharga yang segera dapat diuangkan, piutang dagang, persediaan barang, dan lain-lain. Menurut **Prastowo dan Julianty (2002: 17)**, pengertian aktiva lancar sebagai berikut:

“Aktiva lancar yaitu aktiva yang manfaat ekonominya diharapkan akan diperoleh dalam waktu satu tahun atau kurang (atau siklus operasi normal), misalnya kas, surat berharga, persediaan, piutang, dan persekot biaya-biaya”.

Modal kerja selalu dalam keadaan operasi atau berputar dalam perusahaan selama perusahaan yang bersangkutan dalam keadaan usaha. Makin pendek periode tersebut berarti makin cepat perputarannya atau makin tinggi tingkat perputarannya. Berapa lama periode perputaran modal kerja adalah tergantung kepada berapa lama periode perputaran dari masing-masing komponen dari modal kerja tersebut. Perputaran modal kerja dapat diukur dengan menggunakan *Working Capital to Total Assets Ratio*. Rasio ini menjelaskan pengukuran likuiditas dari aktiva perusahaan dan posisi modal kerja.

Rumus untuk menghitung perputaran modal kerja:

$$\text{Modal Kerja terhadap Ratio Total Asset} = \frac{\text{Aktiva lancar} - \text{hutang lancar}}{\text{Jumlah aktiva}}$$

2.7 Profitability

2.7.1 Pengertian Profitability

Setiap perusahaan dalam menjalankan kegiatan bisnisnya akan berusaha untuk menghasilkan laba atau profit yang optimal. Menurut **Gitman (2000: 617)** adalah:

“Profitability is the relationship between revenues and cost generated by using the firm assets current and fixed in productive activities”.

Artinya bahwa profitabilitas adalah hubungan antara pendapatan dan biaya yang diakibatkan oleh adanya aktiva tetap dan aktiva lancar perusahaan.

Berdasarkan pendapat di atas, dapat disimpulkan bahwa profitabilitas adalah hubungan antara pendapatan dan biaya yang menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba.

$$\text{Profitabilitas} = \frac{EAT}{TA}$$

2.7.2 Pengukuran Profitabilitas

Profitabilitas yaitu menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memperoleh keuntungan dari penggunaan modalnya.

Rasio profitabilitas akan memberikan jawaban akhir tentang efektivitas menjamin perusahaan. Rasio ini memberi gambaran tentang tingkat efektivitas pengelolaan perusahaan. Rasio profitabilitas ini dikenal enam macam bentuk rasio, dan dapat dicari dengan menggunakan rumus-rumus di bawah ini:

1. *Gross Profit Margin*

Merupakan perbandingan penjualan bersih dikurangi harga pokok penjualan dengan penjualan bersih atau rasio antara laba kotor dengan penjualan bersih.

$$\text{Gross Profit Margin} = \frac{\text{Penjualan Bersih} - \text{Harga pokok penjualan}}{\text{Penjualan Bersih}}$$

2. *Net Profit Margin*

Merupakan keuntungan penjualan setelah menghitung seluruh biaya dan pajak penghasilan.

$$\text{Net Profit Margin} = \frac{\text{Laba Bersih Setelah Pajak}}{\text{Penjualan}}$$

3. *Return on Investment*

Merupakan rasio yang menggambarkan perbandingan antara laba bersih setelah pajak dengan total aktiva.

$$\text{Return on Investment} = \frac{\text{Laba Bersih Setelah Pajak}}{\text{Total aktiva}}$$

4. *Return on Equity*

Merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur seberapa banyak keuntungan yang menjadi hak pemilik modal sendiri.

$$\text{Return on Equity} = \frac{\text{Laba Bersih Setelah Pajak}}{\text{Total Modal Sendiri}}$$

5. *Profit Margin*

Merupakan perbandingan antara Earning Before Interest and Taxes dengan penjualan.

$$\text{Profit Margin} = \frac{\text{Laba Sebelum Bunga dan Pajak}}{\text{Penjualan}}$$

6. *Rentabilitas Ekonomi*

Merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba usaha dengan aktiva yang digunakan untuk memperoleh laba tersebut.

$$\text{Rentabilitas Ekonomi} = \frac{\text{Laba Usaha}}{\text{Total Aktiva}}$$

2.8 Size

Size disini dapat diartikan seberapa besar kemampuan perusahaan untuk memperoleh laba, dimana untuk menafsirkan atau menginterpretasikan laporan keuangan yang dimiliki perusahaan, dapat digunakan analisis ratio *common size*, dimana analisis ini mengubah angka-angka yang ada dalam laporan keuangan menjadi prosentase dengan dasar tertentu.

$$\text{Size} = \text{Natural Logarithm of Sales}$$

2.9 Total Sales Growth

Seperti yang telah diuraikan diatas bahwa jika perusahaan akan menjalankan proses operasionalnya maka perusahaan tersebut membutuhkan aktiva. Sehingga manajer keuangan perusahaan harus pandai-pandai didalam pengelolaannya, serta didalam menetapkan aktiva yang tepat yang akan digunakannya. Untuk menghitung tingkat pertumbuhan total aktiva dapat dilakukan dengan cara membandingkan total aktiva perusahaan tahun sekarang dengan tahun sebelumnya. Dimana aktiva yang dimaksud oleh penulis merupakan jumlah penjualan perusahaan.

$$\text{Total Growth Sales} = \frac{\text{TR}_{it} - \text{TR}_{it-1}}{\text{TR}_{it-1}}$$

2.10 Ownership Structure

Digunakan istilah struktur kepemilikan, Jensen dan Meckling (1976:120) memberikan alasan sebagai berikut :

“We use the term ownership structure rather than capital structure to highlight the fact that crucial variables to be determined are not just the relative amount of debt and equity but also the fraction of the equity hold by the management.”

Jadi dalam perusahaan yang modern, berkenaan dengan kebijakan pembiayaan atau financing tidak hanya bagaimana menentukan proporsi long-term debt dengan modal sendiri (struktur modal) atau proporsi keseluruhan hutang dengan modal sendiri (struktur keuangan) tapi juga bagaimana pemisahan dari modal sendiri yang dipegang oleh manajemen perusahaan (*insiders*) dengan pihak luar manajemen (*outsider*).

Pemahaman terhadap struktur kepemilikan ini sangat penting karena berhubungan dengan pengendalian perusahaan sebagaimana diungkapkan oleh Weston et al (1990:457) bahwa :

“The control mechanism called upon at a particular instance depend on the ownership structure of the firm, the composition of the firm’s board, the availability of outside bidders and dissident, and so on.”

Dan pengendalian ini mempunyai motif yang penting yakni meyakinkan bahwa program dan kebijakan yang telah ditetapkan oleh manajemen untuk mencapai kinerja yang tinggi dapat dicapai.

Lebih lanjut struktur kepemilikan tercermin baik melalui instrument saham maupun instrument hutang sehingga melalui struktur tersebut dapat ditelaah kemungkinan bentuk

masalah keagenan yang mungkin terjadi. Ada beberapa hal yang perlu diperhatikan dalam struktur kepemilikan, antara lain:

- a. Kepemilikan sebagian kecil saham perusahaan oleh manajemen mempengaruhi kecenderungan untuk memaksimalkan nilai pemegang saham dibanding sekedar mencapai tujuan perusahaan semata.
- b. Kepemilikan yang terkonsentrasi memberi insentif kepada pemegang saham mayoritas untuk berpartisipasi secara aktif dalam perusahaan.
- c. Identitas pemilik menentukan prioritas tujuan sosial perusahaan dan
- d. maksimalisasi nilai pemegang saham, misalnya perusahaan milik pemerintah cenderung untuk mengikuti tujuan politik dibanding tujuan perusahaan.

2.10.1 Pengukuran Struktur Kepemilikan

Menurut Jensen dan Meckling (1976:120), variable struktur kepemilikan terdiri dari tiga variable, yakni : *insider equity* (held by manager), *outside equity* (held by anyone outside of the firm), and *debt* (held by anyone outside of the firm).

Dengan demikian modal sendiri dipisahkan antara pemegang saham dari dalam (manajer), dan pemegang saham dari luar (seseorang di luar perusahaan). Pemegang saham dari perusahaan ini masih dapat dilihat dari berapa besar *share* terhadap keseluruhan modal sendiri.

Dalam penelitian ini, struktur kepemilikan diukur dengan prosentase kepemilikan saham oleh pihak direksi dan komisaris, karena kedua pihak tersebut dianggap sebagai pihak yang secara aktif ikut dalam pengambilan kebijakan perusahaan.

2.10.2 Agency Theory

Konsep agency theory merupakan hubungan atau kontrak antara *principal* dengan *agent principal*, dimana memperkerjakan agent untuk melakukan tugas demi kepentingan principal termasuk pendelegasian otoritas pengambilan kebijakan dari principal kepada agent, sebagaimana yang dikatakan oleh **Jensen dan Meckling**

“We define an agency relationship as a contact under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent”. (1976:85)

Untuk mengurangi kemungkinan konflik yang mungkin timbul, bahwa pinjaman dapat dipakai untuk mengurangi konflik keagenan antara manajer dan pemegang saham, hal ini sesuai dengan *control hypothesis*, struktur modal perusahaan sebaiknya mengandung

proporsi hutang (pinjaman pihak ketiga) yang lebih besar sehingga manajer dituntut untuk membayar bunga dari kas yang ada secara reguler. Pinjaman dapat dipakai untuk mendisiplinkan dan mengurangi perilaku oportunitis sang manajer. Dengan adanya pinjaman, *free cash flow* yang dihasilkan perusahaan harus dipakai untuk membayar bunga dan cicilan pinjaman, sehingga tidak ada dana kas yang menganggur yang dapat disalahgunakan atau dipakai untuk berbagai investasi yang tidak produktif, meskipun demikian, *free-cash flow theory* tidak menyatakan dengan pasti berapa proporsi hutang (pinjaman dari pihak ketiga) jadi konsep ini hanya memberikan pemahaman bahwa hutang (pinjaman dari pihak ketiga) dapat digunakan untuk mengawasi dan mengendalikan perilaku dan kebijakan manajer. (Scott, Jr; Martin; Petty; dan Keown, 2001) selain itu menurut Jensen (1986&1993) serta menurut Fama dan Jensen (1985) menegaskan bahwa kontrak manajemen sebaiknya meliputi kompensasi yang bersifat materi terhadap manajer seperti *stock options*, *performance shares*, dan *bonus*. Pemberian saham perusahaan bertujuan agar manajer berfungsi pula sebagai pemilik sehingga mendorong manajer untuk mempertimbangkan risiko investasi berdasarkan risiko sistematis dan memberikan kinerja terbaik untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Selain itu, pemberian bonus yang lebih besar jika kinerja manajer lebih besar dari target perusahaan (*deferred compensation*) akan memotivasi manajer menghindari kecenderungan melewati proyek dengan NPV positif. Faktor eksternal yang juga menguntungkan perusahaan adalah tekanan dari pasar tenaga kerja. Dimana para manajer dapat menuntut gaji yang lebih tinggi pada kontrak kerja jika mereka mempunyai rekomendasi dan reputasi yang baik. Tetapi, penggunaan pinjaman dapat menimbulkan bentuk konflik keagenan lain, yaitu antara pemegang saham dan kreditor, dimana kreditor dapat membatasi tindakan pemegang saham yang akan menurunkan nilai kekayaan pemegang obligasi melalui kontrak hutang (*indenture*). *Indenture* adalah kontrak legal yang eksplisit dari obligasi yang diterbitkan kepada publik. *Indenture* tersebut terdiri dari batasan atau *covenants*, yaitu provisi atau ketentuan-ketentuan yang ada dalam *indenture*:

- a. *Negative covenant* **membatasi** tindakan tertentu dari perusahaan, seperti perolehan hutang baru atau pembayaran dividen.
- b. *Positive covenant* **mensyaratkan** tindakan tertentu seperti pembayaran pajak dan pemberian laporan keuangan teratur.

Jensen dan Meckling (1976) menyebut *covenants* tersebut sebagai biaya yang harus ditanggung manajer-pemegang saham. Jenis biaya tersebut adalah:

- a. Batasan untuk membuat kebijakan investasi yang akan meningkatkan nilai perusahaan (*value increasing investment*).
- b. Batasan untuk membuat kebijakan investasi yang menurunkan nilai perusahaan (*value decreasing investment*).

Sementara **Keown, Martin, Petty, dan Scott, Jr**, (2001) menggambarkan secara sistematis dalam bentuk bagan:

Covenants tidak ketat	Covenants ketat
Tingkat bunga tinggi	Tingkat bunga rendah
Biaya pengawasan rendah	Biaya pengawasan tinggi
Tidak kehilangan efisiensi operasi	Banyak kehilangan efisiensi operasi

Cara lain yang dapat ditempuh pemegang saham adalah dengan menawarkan penukaran setiap lembar obligasi yang dimiliki dengan jumlah tertentu saham perusahaan (*convertible bond*) hingga pemegang obligasi dapat menikmati keuntungan yang lebih besar dari tingkat bunga pinjaman jika perusahaan mengalami keuntungan yang sangat besar (*windfall profit*).

Selain itu juga bentuk konflik keagenan yang lain adalah antara perusahaan dengan konsumen. Oleh karena itu, berdasarkan *agency theory*, struktur modal perusahaan merupakan hasil keseimbangan antara upaya perlindungan kepentingan pemegang saham terhadap perilaku oportunitis manajer dan kepentingan kreditor terhadap perilaku pengambilan risiko para pemegang saham.

Konflik kepentingan akan terjadi antara *principal* dan *agent* ketika pihak manajemen mempunyai tujuan lain yang bertentangan dengan tujuan utama perusahaan. Konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan-kepentingan yang terkait tersebut. Namun dengan munculnya mekanisme pengawasan tersebut akan menimbulkan biaya yang disebut sebagai *agency cost*.

Menurut Jensen dan Meckling (1976:87) dinyatakan bahwa perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan akan rentan terhadap konflik keagenan. Penyebab konflik antar manajer dengan pemegang saham diantaranya adalah pembuatan kebijakan yang berkaitan dengan aktivitas pencarian dana (*financing decision*) dan pembuatan kebijakan yang berkaitan dengan bagaimana dana yang diperoleh tersebut diinvestasikan.

Dalam jurnal riset Wahidahwati (2002), disebutkan bahwa ada beberapa alternatif yang mengurangi *agency cost*, yaitu :

1. Meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen dan selain itu manajer merasakan langsung manfaat dari kebijakan yang diambil dan juga apabila ada kerugian yang timbul sebagai konsekuensi dari pengambilan kebijakan yang salah. Kepemilikan ini akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham. Dengan demikian maka kepemilikan saham oleh manajemen merupakan insentif bagi para manajer untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan manajer akan menggunakan hutang secara optimal sehingga akan meminimumkan biaya keagenan. Hal ini sesuai seperti hasil penelitian **Jensen** dan **Meckling** (1976) bahwa dengan meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh *insiders*. Proporsi kepemilikan saham yang dikontrol oleh manajer dapat mempengaruhi kebijakan-kebijakan perusahaan serta dapat mensejajarkan kepentingan manajemen dan *shareholders*.

2. Meningkatkan *dividen payout ratio*, dengan demikian tidak tersedia cukup banyak *free cash flow* dan manajemen terpaksa mencari pendanaan dari luar untuk membiayai investasinya (Crutchley and Hansen, 1989).

Hal ini sesuai dengan hasil penelitian **Crutchley** dan **Hansen** (1989), **Easterbrook** (1984), **Mollah** dan **Helen** (2000), **Leland** dan **Pyle** (1977) dengan meningkatkan *dividend payout ratio*. Pembayaran deviden dapat mengurangi permasalahan keagenan karena menghindari *discretionary* yang dapat dilakukan oleh manajer terhadap arus kas perusahaan. Para pemilik perusahaan lebih menyukai pembayaran dalam bentuk *dividen* jika perusahaan memperoleh laba daripada laba tersebut tidak dibayarkan dalam bentuk *dividen (retained earning)*, karena pembayaran dividen yang lebih besar dapat meningkatkan kesempatan untuk memperoleh modal dari kepemilikan saham baru (*external equity*).

3. Meningkatkan pendanaan dengan hutang. Peningkatan hutang akan menurunkan besarnya konflik antar pemegang saham dengan manajemen. Disamping itu hutang juga akan menurunkan kemungkinan pemborosan yang dilakukan oleh manajemen (Jensen, et al, 1992 ; Jensen 1986).

Hal ini sesuai dengan hasil penelitian **Crutchley**, **dkk** (1999) bahwa pendanaan melalui hutang akan mengurangi *agency problem*, karena dapat membatasi kepemilikan *insiders*, dan mengurangi *discretionary* yang dapat dilakukan oleh manajer karena adanya arus kas yang berlebih. Di satu sisi peningkatan hutang dalam

rangka untuk membatasi arus kas yang berlebih di perusahaan dapat mengurangi masalah *overinvestment*, namun di sisi lain karena manajer cenderung menghindari risiko yaitu lebih cenderung untuk lebih dahulu memenuhi kewajibannya, maka masalah peningkatan hutang lambat laun akan menimbulkan masalah *underinvestment*. Permasalahan keagenan selanjutnya yang akan muncul adalah bergesernya masalah konflik kepentingan dari *shareholders* dan manajer ke *shareholders* dan *bondholders* karena adanya *transfer wealth* antara kedua belah pihak tersebut.

4. Institusional investor sebagai *monitoring agents*. Moh'd dkk(1998), menyatakan bahwa distribusi saham antara pemegang saham dari luar yaitu institusional investor dan *share holders dispersion* dapat mengurangi *agency cost*. Karena kepemilikan mewakili suatu sumber kekuasaan (*source of power*) yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen.

Hal ini sesuai dengan hasil penelitian **Crutch, dkk** (1999) bahwa kepemilikan institusional mewakili sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen dan dapat menjadi substitusi untuk kepemilikan *insiders* dalam upaya meminimumkan *agency cost*.